



Утренний Express-О

6 февраля 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Сбербанк (Ваа1/-/ВВВ): размещение субординированного выпуска.



Бинбанк (-/В/-): первичное предложение.



ЕвроХим (-/ВВ/ВВ): отчетность за 2013 г. по МСФО.



ФСК ЕЭС (Вааз/ВВВ/ВВВ) заявила, что сведет займы в 2014 году к минимуму.

Сбербанк (Ваа1/-/ВВВ): размещение субординированного выпуска.

Отметим, что по предыдущему субординированному 10-летнему выпуску Сбербанка, размещенному в мае прошлого года уже по «новым» правилам, цена в итоге на сегодняшний день упала до 94%, доходности выросли до 6,2-6,25%, что может служить хорошим ориентиром для инвесторов. На наш взгляд, размещение нового займа при сохранении срока порядка 10 лет может пройти с доходностью ближе к 6,5%.

Комментарий. Сбербанк, начиная с 10 февраля, проведет ряд встреч с инвесторами в США и Европе, по результатам которых может разместить субординированные долларовые евробонды.

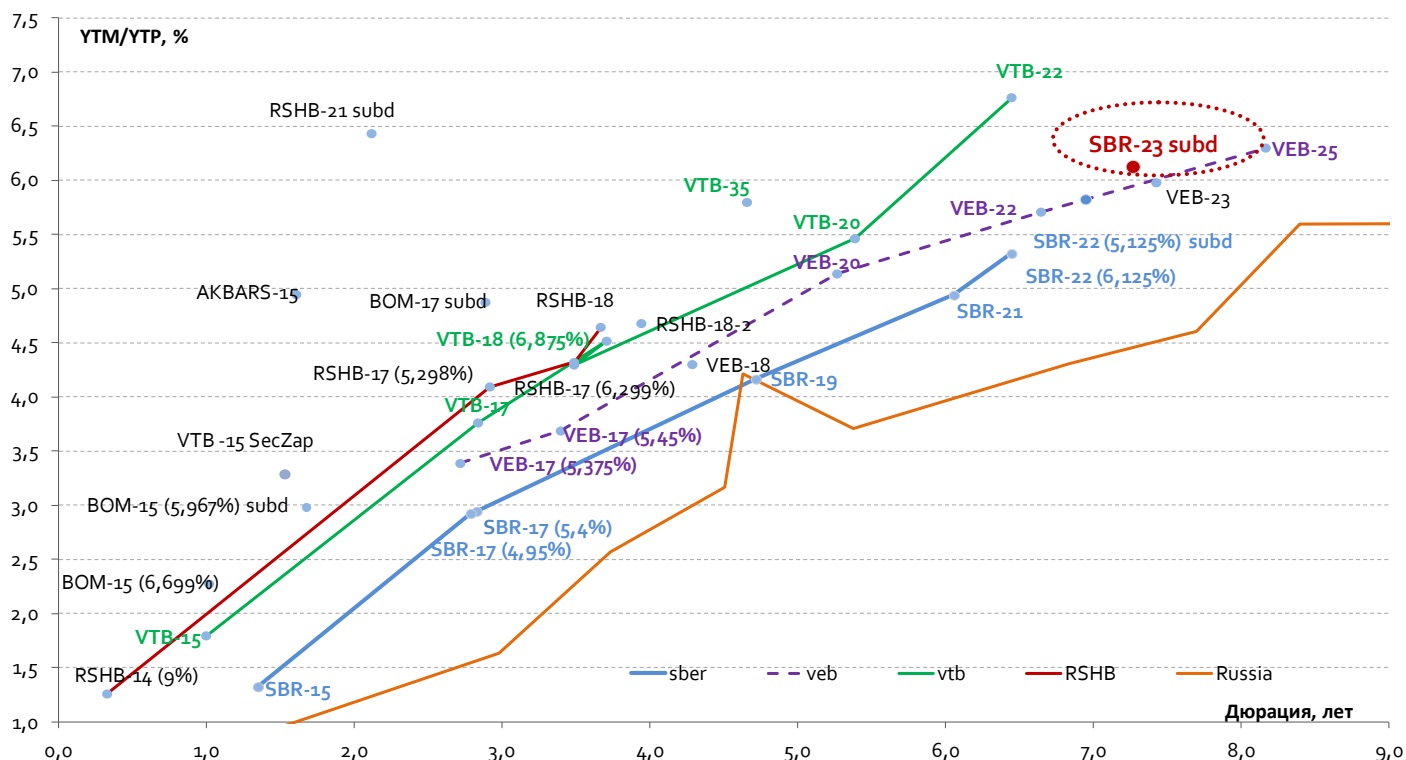
В последний раз на рынок международного долга Сбербанк выходил в мае 2013 года, разместив 10-летние субординированные еврооблигации на 1 млрд долл. под 5,25% годовых. Спрос на еврооблигации составил почти 1,6 млрд долл.

Вероятно, в этот раз также стоит ожидать 10-летнего займа. Отметим, что по предыдущему выпуску, размещенному уже по «новым» правилам, цена в итоге упала до 94%, доходности выросли до 6,2-6,25%, что может служить хорошим ориентиром для инвесторов. На наш взгляд, размещение нового займа при сохранении срока порядка 10 лет может пройти с доходностью ближе к 6,5%.

Привлечение дополнительных средств в капитал мы рассматриваем как положительную новость для финансовой устойчивости Кредитной организации. Отметим, что прошлый год Банк закончил с Н1 на уровне 12,96% против 12,62% на начало года при росте активов за 2013 год на 19%. При сохранении темпов, несомненно, как и в прошлом году привлечение нового капитала Банку не помешает. Впрочем, с 1 февраля 2014 года банки начинают отчитываться по Базелю III, и, по словам менеджмента Сбербанка, тут у крупнейшего банка России все в порядке. На 1 февраля планируется, что core tier 1 (достаточность базового капитала) будет находиться в диапазоне 8-8,5%. Напомним, что минимально допустимый коэффициент достаточности базового капитала банков составляет 5%, основного капитала - 5,5% (с 1 января 2015 года - 6%), совокупного капитала - 10%.

6 февраля 2014

Доходность еврооблигаций российских банков

*Елена Федоткова*

Бинбанк (-/В/-): первичное предложение.

Предложенные Бинбанком ориентиры смотрятся интересно: на уровне Татфондбанка (Вз/-/-), рейтинги и масштаб бизнеса которого меньше, и с небольшой премией к собственным бондам - на уровне от 20-30 б.п. Однако на фоне возможного дальнейшего расширения спреда спрос инвесторов может быть ограничен.

Комментарий. Бинбанк планирует 11-12 февраля провести book-building по облигациям серии БО-04 объемом 2 млрд руб. Срок обращения выпуска – 6 лет, предусмотрена оферта через 1 год. Ориентир по ставке купона – 12-12,5% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,36-12,89%. Планируемая дата размещения – 14 февраля.

Этот год для Банка будет напряженным: по всем трем обращающимся выпускам наступает срок исполнения обязательств: погашение (3 млрд руб.) и две оферты (5 млрд руб.), однако не ранее июля 2014 года, так что вряд ли речь идет о рефинансировании, хотя, на наш взгляд, для размещения не самое лучшее время. Конкуренцию Бинбанку может составить Совкомбанк (Вз/В/-): сейчас также идет премаркетинг по его выпуску серии БО-01 объемом 2 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 12-12,5%. Правда, оферта предусмотрена 6-месячная.

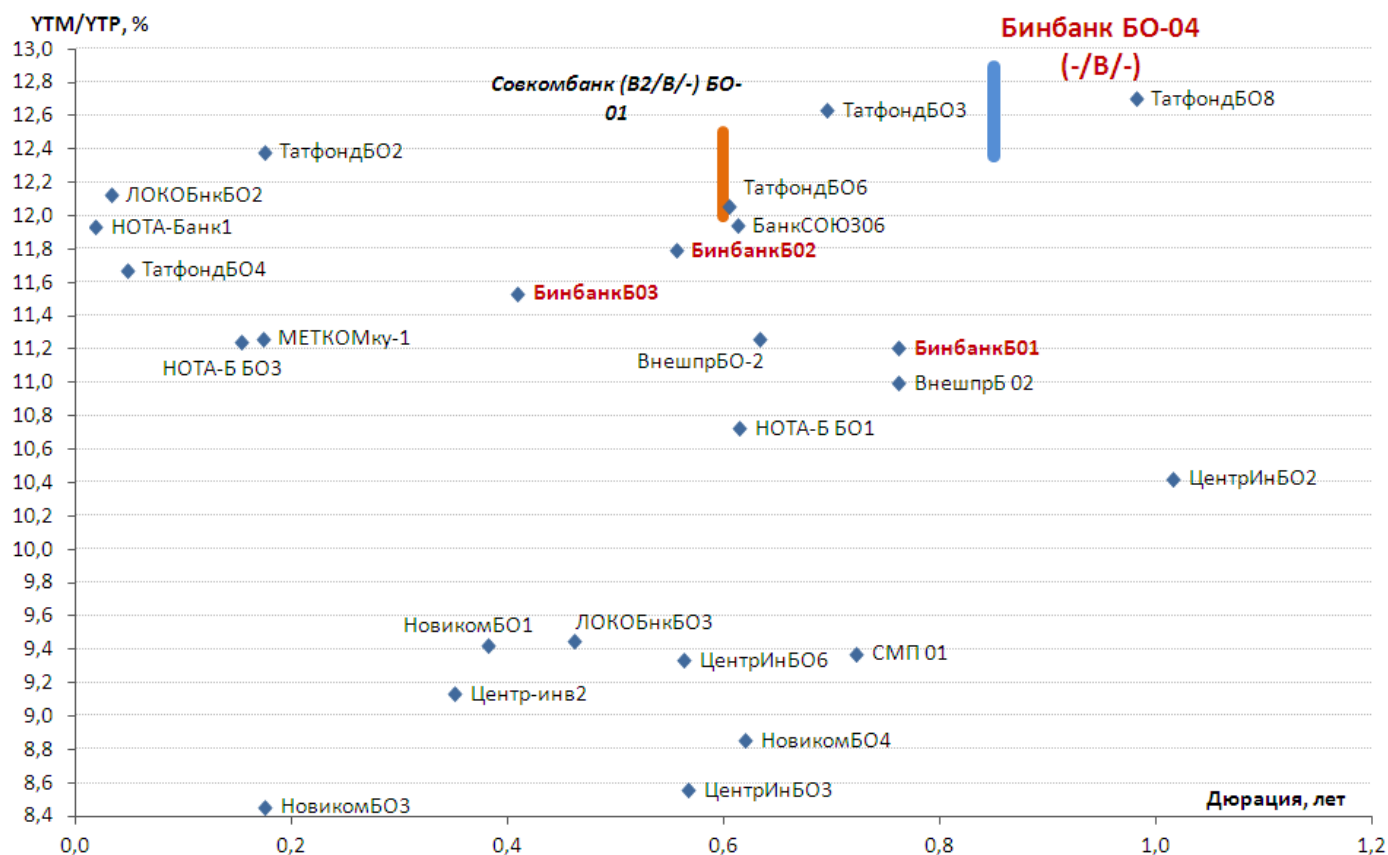
Предложенные Бинбанком ориентиры смотрятся интересно: на уровне Татфондбанка (Вз/-/-), рейтинги и масштаб бизнеса которого меньше, и с небольшой премией к собственным бондам на уровне от 20-30 б.п. Однако на фоне возможного дальнейшего расширения спреда спрос инвесторов может быть ограничен.

6 февраля 2014

Финансовые показатели (МСФО) Бинбанка

Балансовые показатели, млн руб.	2011	2012	1H 2012	1H 2013	Изм., %
ASSETS	127 313,8	169 122,7	146 124,1	205 042,9	21%
Cash and cash equivalents	8 458,1	13 311,9	9 985,5	15 991,9	20%
% assets	6,6%	7,9%	6,8%	7,8%	-
Loans	71 286,1	85 610,9	82 470,1	114 771,9	34%
Loans (gross)	75 628,9	89 118,7	86 830,2	118 629,6	33%
% assets	56,0%	50,6%	56,4%	56,0%	-
NPL (30+), %	6,0%	2,5%	n/a	n/a	-
allowance for loan impairment / NPL (30+)	95,3%	1,5	n/a	n/a	-
Loans / Customer accounts	0,8	0,7	0,8	0,7	-
Финансовые активы	15 755,2	17 981,5	16 529,6	24 559,1	37%
% assets	12,4%	10,6%	11,3%	12,0%	-
Инвестиционная собственность	2 227,9	9 747,5	2 720,2	10 432,8	7%
% assets	1,7%	5,8%	1,9%	5,1%	-
Total Capital Adequacy Ratio	10,3%	11,5%	8,0%	11,4%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2011	2012	1H 2012	1H 2013	Изм., %
Provisions charge for loan impairment	174	-3	-11	-348	2924%
Operating income	5 935	8 010	3 416	4 877	43%
Profit for the year	202	750	118	140	19%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1H 2012	1H 2013	Изм., %
RoAA	0,2%	0,5%	0,2%	0,1%	0,0%
RoAE	2,8%	7,4%	3,0%	1,9%	-1,1%
Cost / Income	98%	88%	92%	90%	-2,5%
NIM	3,9%	3,5%	3,3%	3,4%	0,1%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Доходность облигаций российских банков


Елена Федоткова

6 февраля 2014

ЕвроХим (-/ВВ/ВВ): отчетность за 2013 г. по МСФО.

ЕвроХим завершил год ростом выручки, несмотря на замедление спроса на удобрения. Тем не менее, неблагоприятная ценовая конъюнктура на ключевую продукцию компании, а также рост себестоимости производства оказали давление на прибыльность бизнеса. Долговая нагрузка за 2013 г. выросла, но риски рефинансирования были незначительными – запас денежных средств на счетах полностью покрывал короткий долг. В целом, отчетность, на наш взгляд, не окажет заметного влияния на бонды компании, которые скорее будут двигаться вместе с рынком.

Комментарий. Вчера ЕвроХим представил отчетность за 2013 г. по МСФО, которая продемонстрировала ожидаемое ослабление финансовых показателей компании из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на удобрения.

ЕвроХим смог добиться роста выручки в 2013 г. на 4%, несмотря на замедление спроса на удобрения...

Тем не менее, прибыльность бизнеса снизилась на фоне негативных ценовых тенденций

...

Несмотря на замедление роста спроса на удобрения, выручка выросла за 2013 г. на 4% (г/г) до 5,6 млрд долл., но главным образом благодаря консолидации показателей компаний «ЕвроХим Антверпен» и «ЕвроХим Агро» со 2 и 3 кв. 2012 г. соответственно, которые вошли в азотный сегмент группы. По данным компании, за 2013 г. объемы продаж в азотном и фосфорном сегментах выросли на 8% (или 788 тыс. т) до 10,6 млн т, без учета результатов «ЕвроХим Антверпен» и «ЕвроХим Агро» данный показатель вырос на 1%.

Вместе с тем, низкие цены на удобрения (азотные и фосфорные) в сравнении с 2012г. оказали давление на прибыльность бизнеса ЕвроХима. Так, показатель EBITDA сократился на 14,7% до 1,35 млрд долл., EBITDA margin составила 24,3% («-5,2 п.п.» (г/г)). Кроме того, давление на рентабельность оказало удорожание сырья (газа, фосфатного сырья, аммиака и электроэнергии), а также рост расходов на персонал. Операционный денежный поток ЕвроХима сократился на 9,2% до 1,135 млрд долл. на фоне снижения операционной прибыли компании.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ЕвроХим (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	5 354	5 556	3,8
Операционный денежный поток	1 250	1 135	-9,2
EBITDA	1 581	1 349	-14,7
EBITDA margin	29,5%	24,3%	-5,2 п.п.
Чистая прибыль	1 047	385	-63,2
margin	19,6%	6,9%	-12,7 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	7 811	8 015	2,6
Денежные средства и эквиваленты	629	580	-7,8
Долг	3 258	3 312	1,7
краткосрочный	224	256	14,1
долгосрочный	3 034	3 056	0,7
Чистый долг	2 629	2 732	3,9
Долг/EBITDA	2,1	2,5	
Чистый долг/EBITDA	1,7	2,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка подросла из-за снижения прибыльности бизнеса и увеличения размера долга...

Продажа в 4 кв. акций на 300 млн долл. снизила метрику Чистый долг/EBITDA до 2,0х против 2,2х по итогам 9 мес. 2013 г...

Короткая часть долга полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах...

Долговая нагрузка ЕвроХима в 2013 г. возросла из-за увеличения размера долга на 2% (г/г) до 3,3 млрд долл., а также снижения прибыльности бизнеса. Так, метрика Долг/EBITDA составила 2,5х против 2,1х в 2012 г., а Чистый долг/EBITDA – 2,0х против 1,7х соответственно.

Отметим, что в целом за весь 2013 г. соотношение Чистый долг/EBITDA улучшилось до 2,0х с 2,2х по итогам 9 мес. 2013 г. благодаря продаже ранее выкупленных акций головной компании (2,36%) на сумму 300 млн долл. Напомним, в 3 кв. ЕвроХим заявлял, что до конца года может привлечь капитал у акционеров для снижения коэффициента заемных средств.

В структуре долга компании доля короткой части по итогам 2013 г. по-прежнему оставалась незначительной (8% или 256 млн долл.), которая полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах (порядка 580 млн долл.). Напомним, что в августе ЕвроХим привлек 5-летний кредит в размере 1,3 млрд

6 февраля 2014

долл. по ставке LIBOR+1,8% годовых у консорциума иностранных банков для рефинансирования предэкспортного кредита тем же объемом, полученного в 2011г.

Отчетность не окажет заметного влияния на бонды ЕвроХим...

В 2013 г. сарех ЕвроХима составил около 1 млрд долл., как и планировалось (аналогичный объем закладывался и на 2014 г.). На наш взгляд, компании вполне может справиться с инвестпрограммой самостоятельно, учитывая способность генерировать солидный операционный денежный поток (1,135 млрд долл. в 2013г.).

В целом, ослабление финансов ЕвроХима было ожидаемо, и отчетность не окажет заметного влияния на бонды компании, которые скорее будут двигаться вместе с рынком, в частности евробонд EuroChem-17 (YTM 4,91%/3,44 г.).

Александр Полютов

ФСК ЕЭС (Вааз/BBB/BBB) заявила, что сведет займы в 2014 году к минимуму.

Компания не планирует повышать общий долг в 2014 году на фоне ужесточения тарифного регулирования для сохранения своих кредитных рейтингов, которые подразумевают соотношение Чистого Долга/EBITDA на уровне не выше 3х (сейчас 2,7х по данным компании). Также учитывая заявления главы ФСК Андрея Мурова о возможном небольшом снижении долговой нагрузки в 2014 году, складывается впечатление, что компания, возможно, ожидает увидеть 2014 EBITDA на уровне немного ниже, чем в 2013 году.

ФСК не планирует наращивать займы в 2014 году...

Комментарий. Согласно заявлению главы ФСК ЕЭС Андрея Мурова, в 2014 году компания не планирует наращивать размер долга. Если привлечения и будут, то только в целях рефинансирования текущего долга. Данное решение было аргументировано тем, что ФСК вплотную приблизилась к значению 3х по показателю Чистый Долг/EBITDA, в то время как данный уровень является пороговым значением в системе оценок рейтинговых агентств, при превышении которого рейтинг ФСК может быть пересмотрен в сторону понижения. Именно для недопущения такой ситуации компания планирует не только не наращивать, а, как было дополнительно отмечено, возможно, и немного снизить размер общего долга.

...чтобы не превысить уровень в 3х по показателю Чистый Долг/EBITDA, налагаемый рейтинговыми агентствами

Также ФСК планирует сократить ежегодный размер своей инвестиционной программы на 27% до 113 млрд рублей (против прежних 155 млрд рублей). Таким образом, общая сумма на 2014-2019 годы составит 675,9 млрд рублей против прежних 775,5 млрд рублей. Отдельно компания надеется на получение суммы в 87,3 млрд рублей от Фонда Национального Благосостояния.

Данная новость нейтральна для компании, которая в состоянии привлечь деньги из других источников, в то же время, сокращая размеры инвестпрограммы.

На наш взгляд, данная новость является ожидаемой и нейтральной для облигаций ФСК ЕЭС. Еще в конце 2012 года было понятно, что компания, быстро наращивая долг за счет размещения облигаций, очень скоро приблизится к уровню в 3х по показателю Чистый Долг/EBITDA. Ожидалось, что при дальнейших заимствованиях, как минимум, ФСК пришлось бы предлагать высокую премию, чтобы заинтересовать рынок, не говоря уже о ковенантах рейтинговых агентств. Соответственно, был использован такой инструмент как «инфраструктурные облигации», позволивший привлечь в 2013 году 100 млрд рублей под гос. гарантии со сроком обращения более 30 лет. На выкуп инфраструктурных облигаций были направлены средства из Пенсионного фонда, а в дальнейшем, возможно, будут направлены и деньги из Фонда Национального Благосостояния.

Сообщение главы ФСК о том, что компания, возможно, будет даже немного сокращать общую сумму чистого долга, который составил на текущий момент около 240 млрд рублей (228 млрд рублей по РСБУ за кв. 2013г.), позволяет предположить, что, возможно, ФСК прогнозирует показатель EBITDA за 2014 г. ниже, чем в 2013 году в силу текущей заморозки тарифов и роста части операционных издержек.

Тем не менее, как уже было сказано выше, мы не ожидаем увидеть какой-либо

6 февраля 2014

реакции на данную новость в котировках облигаций ФСК. Гибкая политика формирования инвестиционной программы в зависимости от темпа роста тарифа вместе с сильнейшей поддержкой государства за счет тех же инфраструктурных облигаций позволяют в целом нивелировать негативные моменты, вызванные ужесточением регулирования в секторе.

Паламарчук Вадим

6 февраля 2014

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volozhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Сурпин Александр

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

Виктория Давитиашвили

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

6 февраля 2014

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.